

Dr. sc. Stipan Penavin*

MUNICIPALNE OBVEZNICE KAO MOGUĆI OBLIK DUGOROČNOG FINANCIRANJA POTREBA LOKALNE SAMOUPRAVE

Tema koja je razrađena u radu bavi se s dva problema; načinom financiranja investicija na razini lokalne samouprave i afirmacijom municipalne obveznice kao financijskog instrumenta koji je do sada bio nedovoljno zastupljen u hrvatskoj gospodarskoj praksi. U prvom slučaju radi se o problemu koji nastaje u trenutku kada potrebe za investicijama na razini lokalne samouprave nadilaze mogućnosti proračuna za njihovim financiranjem. Lokalna samouprava je u takvim okolnostima prisiljena tražiti sredstva iz eksternih izvora. Kod nas se to uglavnom svodilo na vrlo uzak izbor načina financiranja, zapravo isključivo na korištenje bankarskih kredita, koji su u proteklom razdoblju odobravani pod dosta nepovoljnim uvjetima. U radu se sugerira uvođenje nove prakse financiranja investicija na razini lokalne samouprave kroz emisiju municipalnih obveznica. U tom smislu razrađena su osnovna načela funkcioniranja municipalne obveznice kao vrijednosnog papira i financijskog instrumenta. Osim toga, izrađena je usporedna analiza s drugim eksternim izvorima, pri čemu su se pokušale utvrditi osnovne prednosti municipalne obveznice za financiranje investicija na razini lokalne samouprave. Također je izvršena analiza mogućnosti i perspektive uvođenja municipalne obveznice u hrvatsku gospodarsku praksu.

*Slavonski privatizacijski investicijski fond,
Osijek

UDK 658.14:336.763.3

Pregledni članak

1. UVOD

Gotovo je redovita praksa, ne samo u Hrvatskoj, nego i drugim zemljama, da potrebe jedinica lokalne samouprave (poglavito gradova), i to najčešće u slučajevima kada se radi o investicijama u kapitalne objekte, nadilaze mogućnosti njihovog proračuna. Lokalna je samouprava tada prisiljena razliku sredstava pribaviti iz drugih, eksternih izvora.

U takvim slučajevima sredstva se obično pribavljaju kroz dugoročna zaduženja što je u slučaju financiranja kapitalnih investicija opravdano. Naime, njihovo je korištenje predviđeno kroz duže razdoblje pa je opravdano prenijeti dio tereta za njihovu izgradnju i na buduće generacije koje će također koristiti te objekte. Osnovno je pitanje, međutim, koji su eksterni izvori financiranja najpogodniji za te namjene.

U različitim uvjetima koji proizlaze iz financijskog sustava jedne zemlje proizlaze i različite mogućnosti za financiranje javnih potreba na razini lokalne samouprave. Od širine spektra mogućnosti pribavljanja potrebnih financijskih sredstava za te namjene ovisi i stupanj razvijenosti općeg standarda u okviru pojedine jedinice lokalne samouprave, a time i kvaliteta uvjeta življenja građana na tom području. To je razlog što lokalna vlast ne može biti ravnodušna prema problemu financiranja javnih potreba na svom području i stoga je prisiljena stalno tražiti optimalna rješenja u pronalaženju izvora financijskih sredstava.

2. INSTRUMENTI FINANCIRANJA POTREBA LOKALNE SAMOUPRAVE

Osnovni je izvor financiranja potreba lokalne samouprave njezin proračun. Međutim, česte su situacije kada potrebe, poglavito u oblasti investicija, nadilaze mogućnosti proračuna što znači da jedinica lokalne samouprave ne može jednokratno iz svog proračuna financirati, primjerice, izgradnju nekih kapitalnih objekata i stoga je prisiljena potražiti potrebna sredstva u eksternim izvorima. Mogućnosti se kreću u okvirima bankarskih kredita, drugih pozajmica ili emisije municipalnih obveznica.

Naša ranija praksa, u prijeratnom razdoblju, ali i u razdoblju transformacije društveno-gospodarskog sustava, na žalost, nije koristila druge oblike financiranja javnih potreba osim izravno iz proračuna ili je to najčešće bilo putem bankarskih kredita.

Međutim, u praksi razvijenih zemalja razvili su se i drugi instrumenti financiranja potreba lokalne samouprave od kojih je vrlo raširen oblik financiranja emisijom municipalnih obveznica. Ta se iskustva sve više koriste i u zemljama u tranziciji u kojima je sve veći stupanj financiranja javnih potreba na razini lokalne samouprave, korištenjem tog financijskog instrumenta.¹

Municipalne su obveznice vrijednosni papiri koje emitira jedinica lokalne samouprave, najčešće je to grad ili regija (u našem slučaju bi to bila županija), sa svrhom da njihovim plasmanom pribavi sredstva u visini emitiranih obveznica. Takve se obveznice emitiraju na određeni rok i uz određenu kamatu koja se isplaćuje vlasniku obveznice po unaprijed utvrđenoj dinamici. Kad istekne predviđeni rok, obveznica dospijeva na naplatu.

Municipalna je obveznica obično dugoročni vrijednosni papir s obzirom na rok dospijea, no u određenim slučajevima ona može imati i srednjoročno trajanje.

Kao i svi drugi eksterni izvori financiranja i municipalne obveznice imaju primarni zadatak proširiti potencijal javnih financija na razini jedinice lokalne samouprave.

Njihovom se emisijom omogućavaju dvije vrlo bitne stvari za lokalnu samoupravu: prvo realizacija planiranih projekata, a drugo, oslobađanje dijela sredstava iz proračuna (koja bi inače morala biti korištena za realizaciju prethodno navedenih projekata) za njihovo usmjeravanje u druge namjene.

3. Obveznice kao instrument financiranja javnih potreba

3.1. Opća obilježja obveznice

Mogućnosti financiranja municipalnim obveznicama javnih potreba na lokalnoj razini proizlazi iz karaktera obveznice kao vrijednosnog papira, ali i njezine uloge eksternog izvora financiranja u onim slučajevima kada su proračunska sredstva nedovoljna za pokriće određenih javnih potreba ako je u pitanju država ili njezine niže razine organiziranosti, odnosno kada postoje potrebe za dodatnim sredstvima (investicijskim ili obrtnim) kada je u pitanju korporacija.

Kao sredstvo, obveznice u osnovi predstavljaju kredit koji njihovi kupci daju emitentu pod određenim uvjetima, a s obzirom na cijenu uloženi sredstava (kamatu) i rok dospijea.² To obilježje daje obveznici karakter vrijednosnog papira s fiksnim prihodom koji predstavlja ranije definirana kamata. O obveznici se svakako ne može govoriti kao običnom kreditu, kao što je to slučaj kod bankarskih kredita. Kad banka daje kredit, poslovni odnos, koji iz njega proizlazi, ostaje na relaciji kreditor-primatelj kredita sve do njegovog povrata. Kada kupac kupuje obveznicu, on kreditira emitenta, ali on ne mora nužno ostati u poslovnom odnosu prema emitentu kao primatelju kredita do konačnog dospijea obveznice na naplatu. To znači da vlasnik obveznice može u svakom trenutku prekinuti takav odnos jednostavnim prodajom svoje obveznice na tržištu kapitala. Ta mogućnost proizlazi iz dvaju osnovnih obilježja obveznice koje ona ima kao vrijednosni papir; 1. ona je utrživa i 2. ona je prenosiva.

U prvom slučaju, vlasnik može svoju obveznicu ponuditi na prodaju na tržištu kapitala i pretvoriti ju u likvidna sredstva. Ovim činom novi kupac obveznice postaje slijednik svih prava prema emitentu, a koja nosi obveznica koju je stekao u vlasništvo. Na njega su prenesena navedena prava u trenutku prijenosa nakon što je izvršena kupoprodaja. Osnovna je pretpostavka da se ta mogućnost može realizirati postojanje aktivnog tržišta kapitala.

U procesu korištenja obveznice kao sredstva financiranja vrlo je važna faza njezine amortizacije koja predstavlja postupak isplate glavnice uvećane za kamatu. Obveznice moraju imati unaprijed utvrđeno dospijea u kojem će se likvidirati tražbina iz obveznice. Ona može biti realizirana jednokratno ili serijski. I u jednom i u drugom slučaju postoje prednosti i za emitenta i za vlasnika obveznice. Iako je financijska struktura obveznica vrlo različita s obzirom na prirodu njezina kupona, odnosno na vrstu kamata, najčešće je zastupljena ona, čija je kamata definirana već prilikom emisije i kao kupon predstavlja sastavni dio obveznice. To svrstava obveznice u skupinu vrijednosnih papira s vrlo niskim stupnjem rizika. Premda su prinosi po obveznici zbog toga manji nego kod nekih drugih vrijednosnih papira s varijabilnim prinosom, mnogi investitori skloniji kupovati obveznice upravo zbog tog faktora sigurnosti koji je

¹Kopanyi, M.: Developing a competitive sub-national finance market policy issues and challenges, Savjetovanje: Novi oblici financiranja jedinica lokalne samouprave i uprave, Varaždin, 1998.

²Foley, B.J.: Tržište kapitala, Mate, Zagreb 1991. str..75

osobito značajan u zemljama u čijim je ekonomijama izražen veći stupanj nestabilnosti.

3.2. Financijski aspekt obveznice

Cijena obveznice

Ranije je istaknuto da obveznice pripadaju vrijednosnim papirima s fiksnim prihodom. No, to se ne može reći i za njezinu tržišnu vrijednost. Ona je podložna promjenama na koje utječe vrijeme određivanja vrijednosti u odnosu na vrijeme njezinog dospijea. Isto tako na njezinu vrijednost utječe i odnos između kamatne stope na obveznicu i tržišne kamatne stope. Cijena je obveznice jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tijekova koje ta obveznica nosi.

U generalnom obliku vrijednost obveznice može se izraziti kroz sljedeći obrazac:³

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

gdje je: P = cijena obveznice

n = broj razdoblja (2 x godišnje)

C = polugodišnja vrijednost kupona

r = kamatna stopa (obračunava se polugodišnje)

M= vrijednost na dan dospijea

t = vrijeme dospijea obveznice na naplatu.

U trenutku prodaje obveznice ugovara se fiksna kamatna stopa koja vrijedi do roka dospijea, a isplaćuje se u apsolutnom iznosu u pravilnim vremenskim razmacima, najčešće polugodišnje.

Sadašnja vrijednost tako definiranog kupona određuje se po obrascu:

$$C = \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right]$$

Cijena obveznice u funkcionalnom je odnosu prema kamatnoj stopi i vremenu dospijea. U tom smislu definirana je serija teorema čija se interpretacija daje u nastavku.⁴

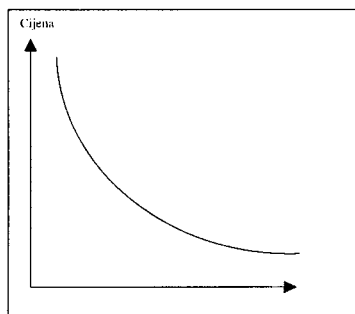
a) cijena se obveznice kreće u suprotnom smjeru od kretanja kamatne stope na tržištu,

b) što je duže vrijeme do dospijea obveznice, to je veća postotna promjena cijene obveznice,

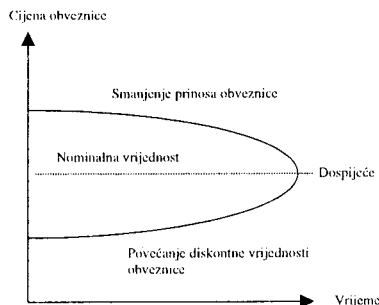
c) što je niža kamatna stopa (kupon) to je veća postotna promjena cijene za svaku promjenu kamatne stope na tržištu,

d) uz definirano vrijeme dospijea i kupona, povećanje cijene obveznice, zbog pada tržišnih kamatnih stopa uvijek će biti veće od smanjenja cijene obveznice zbog povećanja tržišnih kamatnih stopa, za istu apsolutnu promjenu.

U nastavku se daje grafički prikaz dvaju najizraženijih efekata na kretanje cijena obveznica, a koji nastaju kao rezultat djelovanja kamatnih stopa i faktora vremena do dospijea.



Grafikon 1. Odnos cijene obveznica prema kamatnim stopama



Grafikon 2. Odnos cijene obveznice i vremena dospijea stopama

Stopa prinosa obveznice

Kod ulaganja u obveznice treba razlikovati dva oblika stope prinosa: tekuću stopu prinosa i stopu

³ Fabozzi, F.J.: Investment management, Prentice Hall Upper Saddle River, New Jersey, 1999. str.475

⁴ Orsag,S.: Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Rifin, Zagreb,1997. str. .272-277

prinosu do dospijeca, odnosno ukupnu stopu prinosa obveznice. U prvom slučaju radi se o prinosu koji se može shvatiti kao odnos nominalne kamatne stope i tečaja po kome je obveznica kupljena, a u drugom, kada je u pitanju prinos do dospijeca, radi se o zbroju odnosa između kamate i kupovnog tečaja obveznice uzimajući u obzir i otplatu glavnice, odnosno duga o dospijecu.⁵

Tekući prinos predstavlja u određenom smislu pokazatelj o godišnjoj profitabilnosti prinosa od kamata na obveznice. On pokazuje onaj postotak kamata koji će se primiti na sadašnju vrijednost uloženi sredstava u obveznice.

Prinos do dospijeca predstavlja u stvari internu stopu rentabilnosti ulaganja u obveznice. Njom se utvrđuje stupanj opravdanosti ulaganja u obveznice pri čemu se uzima u obzir veličina i dinamika svih novčanih primitaka u odnosu na njenu tržišnu vrijednost.

Model utvrđivanja vrijednosti obveznice kao i utvrđivanje prinosa na uložena sredstva u obveznice, osnovna su područja interesa i emitenta obveznica i investitora u obveznice. Spoznaja o tim veličinama, osobito ovom drugom, omogućava pravovremeno donošenje odluke o kupnji obveznica.

4. Opravdanost financiranja javnih potreba emisijom municipalnih obveznica

S obzirom na druge mogućnosti financiranja javnih potreba i druge eksterne izvore koji stoje na raspolaganju lokalnoj samoupravi, postavlja se pitanje koliko je opravdano koristiti municipalne obveznice kao sredstva financiranja npr. javnih investicija, i postoje li kakve prednosti u tom smislu u odnosu na druga sredstva. Svakako, ovdje se u prvom redu misli na bankarski kredit kao najkonkurentniji oblik eksternog financiranja u odnosu na financiranje municipalnim obveznicama.

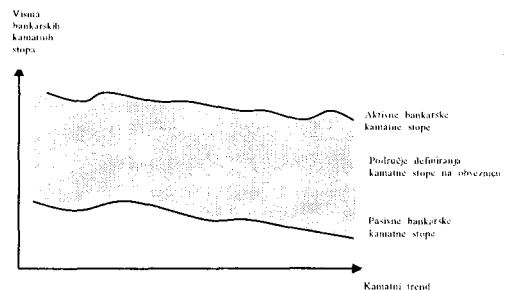
Ono što bi se moglo pripisati kao prednost bankarskim kreditima u procesu financiranja pojedinih projekata, činjenica je da jednom ugovoreni iznos sigurno dolazi primatelju kredita (jedinici lokalne samouprave) na račun s kojim on može raspolagati shodno ranije utvrđenoj namjeni. Nadalje, primatelj kredita ima u tom slučaju samo jednog partnera, a to je banka koja se pojavljuje kao kreditor.

Osim toga, cijeli je postupak, iako ponekad traje duže, zbog manjeg broja sudionika relativno jednostavan.

Financiranje potreba jedinica lokalne samouprave emisijom municipalnih obveznica ima višestruke prednosti. Prvo, to su one koje proizlaze najčešće iz nepovoljnih uvjeta bankarskog kreditiranja ili financiranja iz drugih eksternih izvora, a drugo, to su prednosti koje proizlaze iz samog karaktera municipalne obveznice kao sredstva financiranja i kao vrijednosnog papira.

U prvom slučaju to su relativno visoke aktivne i niske pasivne bankarske kamatne stope. Visoke aktivne kamatne stope destimulativno djeluju na primatelja da se odluči podizati kredit kod banke. Niske pasivne kamatne stope destimulativno djeluju na investitora (ulagača) da višak svojih sredstava plasira ili uloži u banku.

Ti odnosi pogoduju financiraju emisijom municipalnih obveznica u prvom redu zbog toga jer emitent može odobriti kamatnu stopu koja je niža od aktivnih i viša od pasivnih bankarskih kamatnih stopa. U prvom slučaju to je pogodnost za emitenta jer će posuđena sredstva pribaviti po nižoj cijeni. Za investitore, odnosno ulagače, iste kamatne stope predstavljaju veću pogodnost jer će na uložena sredstva imati veće prinose.



Grafikon 3. Područje definiranja kamatnih stopa na obveznice

Inače, visina kamatnih stopa najčešće se određuje prema rejtingu, odnosno bonitetu emitenta. Što je rejting emitenta municipalnih obveznica viši, to podrazumijeva da je izloženost riziku za investitore niža, pa je u takvim slučajevima i kamatna stopa niža. Svakako, u slučaju nižeg rejtinga emitenta te relacije imaju obrnute odnose.

I pored niza problema koji prate emisiju svih vrijednosnih papira, pa tako i municipalnih obveznica, one pružaju i emitentu i svojim vlasnicima niz dodatnih pogodnosti i to u prvom redu one koje

⁵ Prohaska Z.: Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb 1996. str. 119

proizlaze iz već spomenutog karaktera ove vrste obveznica kao sredstva financiranja i kao vrijednosnih papira. Činjenica da su one u svakom trenutku utržive i da su rangirane vrlo visoko na ljestvici sigurnosti vrijednosnih papira, vjerojatno pripada osnovnim razlozima što municipalne obveznice i u zemljama s razvijenijom praksom tržišta kapitala pripada najatraktivnijim vrijednosnim papirima.

Ako se promatraju mogućnosti s aspekta emitenta, onda svakako treba naglasiti one prednosti koje ubrzavaju cijeli postupak pribavljanja financijskih sredstava i omogućavaju emisiju toliko serija municipalnih obveznica koliko ima projekata, ukoliko se njihova realizacija odvija sukcesivno.

Ovdje treba također istaknuti određene pogodnosti za emitenta koje proizlaze iz mogućnosti prijevremene amortizacije obveznica kroz njihovu kupnju na tržištu kapitala od strane emitenta, ukoliko raspoláže odgovarajućim sredstvima, prije nego one dospiju na naplatu. Time emitent smanjuje ukupne troškove emisije jer u takvim slučajevima kupuje svoje obveznice uz odgova-rajući diskont.

Prilikom emisije municipalnih obveznica treba voditi računa da njihova emisija ima pokriće u prilivu proračunskih sredstava. Kod nekih projekata, kao što su komunalni objekti koji se mogu servisirati većim dijelom iz vlastite djelatnosti, ta okolnost neće možda biti toliko važna, kao što će to biti u slučaju realizacije onih projekata koji su za svoje funkcioniranje u potpunosti ovisni o sredstvima iz proračuna.

5. Pretpostavke za emisiju municipalnih obveznica

Emisija municipalnih obveznica predstavlja za sve njezine sudionike vrlo složen proces. Upravo zbog složenosti ovog procesa mora biti ispunjeno niz pretpostavki o kojima ovisi njegov konačan uspjeh. Svaka emisija ima svoje posebnosti koje proizlaze iz posebnosti svake jedinice lokalne samouprave. No, svaka se emisija mora temeljiti na nekoliko načela koja imaju opći karakter.

A. Zakonska osnova

Za emisiju je municipalnih obveznica prva pretpostavka zakonska osnova. Zakon o financiranju jedinica lokalne samouprave i uprave vrlo temeljito razrađuje pitanje financiranja potreba jedinica lokalne samouprave, kao i izvora iz kojih se potrebna sredstva pribavljaju.⁶

U članku 83. u stavku 2. tog zakona, predviđa se mogućnost da jedinica lokalne samouprave za svoje potrebe "može raspisati javni zajam ili izdati obveznice (blagajničke zapise) po odobrenju Ministarstva financija". Tom odredbom otvaraju se mogućnosti za financiranje potreba lokalne samouprave iz eksternih izvora, između ostalog i emisijom municipalnih obveznica. U članku 84., stavak 2., eksplicitno se navodi za koje se namjene mogu koristiti ta sredstva. Samo "za financiranje izgradnje, dogradnje, preuređenja ili prilagođavanja objekata te nabave opreme radi ostvarivanja trajnijih uvjeta za rad i djelovanje svojih tijela i korisnika njezina proračuna". To u osnovi znači samo za investicije.

Sam postupak izdavanja ili emisije municipalnih obveznica reguliran je Zakonom o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima.⁷ Ovdje treba naglasiti da taj zakon izdavanje municipalnih obveznica u određenom smislu izuzima iz uobičajenog postupka koji je definiran u okviru njegovih propisa. U članku 16. stavak 3. navodi se da "izrada prospekta nije potrebna ako se radi o državnim obveznicama (u okviru kojih se podrazumijevaju i obveznice izdane od strane lokalne samouprave)", budući da se prema članku 24. istog zakona "državne obveznice izdaju po posebnom zakonu".

Prema članku 55. tog zakona "državne obveznice mogu se uvrstiti na burzu, za što nisu propisani posebni uvjeti". Ta zakonska odredba ima dvostruko značenje za državne obveznice općenito, a time i za municipalne. Ona municipalnoj obveznici daje karakter vrijednosnog papira i na takav ih način izjednačava sa svim drugim utrživim vrijednosnim papirima, a drugo, ona omogućava vlasnicima tih obveznica izlazak na tržište kapitala i pretvaranje obveznice u likvidna sredstva.

B. Tržište kapitala

Jedna od pretpostavki za emisiju vrijednosnih papira općenito, pa tako i municipalnih, svakako je postojanje tržišta kapitala. U toj činjenici leži i osnovni razlog zašto to sredstvo financiranja lokalne samouprave nije kod nas još uvijek postiglo zadovoljavajući stupanj upotrebe, a u razvijenim zapadnim zemljama jest. U Hrvatskoj je tržište kapitala, za razliku od razvijenih zapadnih zemalja, još uvijek nedovoljno razvijeno.

⁶ Zakon o financiranju jedinica lokalne samouprave (NN 117/93)

⁷ Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (NN 107/95 i 142/98)

Tržište kapitala omogućava svim onim subjektima koji imaju višak sredstava da svoja sredstva investiraju u vrijednosne papire koji im omogućavaju veću kapitalizaciju ili sigurniji ulog, s tim što oni u svako vrijeme ako im se za to ukaže potreba, taj isti vrijednosni papir mogu ponovno plasirati na tržište kapitala i za njega dobiti likvidna sredstva.

U toj činjenici nalazi se prilika za municipalne obveznice kao sredstvo financiranja javnih potreba, poglavito u oblasti kapitalnih investicija na razini lokalne samouprave. Emitent municipalne obveznice može njihovom emisijom i plasmanom mobilizirati sredstva i velikih i malih ulagača. Ovi drugi su osobito zanimljivi jer ih je velik broj i premda njihova sredstva nisu pojedinačno značajna, kada se akumuliraju ona predstavljaju impozantan investicijski potencijal.

Istovremeno, tržište kapitala pruža sigurnost investitoru da može transformirati svoju imovinu iz obveznice u likvidna sredstva.

C. Kreditna sposobnost jedinice lokalne samouprave

Kreditna sposobnost jedinica lokalne samouprave predstavlja njihovu sposobnost da iz redovnih priliva financijskih sredstava, tj. iz proračuna, mogu servisirati svoje obveze koje su nastale iz kreditnog odnosa. Tu se misli na sve oblike zaduživanja, odnosno pribavljanja dodatnih sredstava iz eksternih izvora financiranja. U ovom slučaju time je obuhvaćena i eventualna emisija municipalnih obveznica.

Budući da su zakonom jasno definirana pravila izdavanja obveznica, u okviru kojih je sigurnost vrlo visoko rangirana, svaka je jedinica lokalne samouprave kao emitent dužna procijeniti svoje financijske mogućnosti u razdoblju dospijea obveznice na naplatu. Sukladno planu priliva sredstava u proračun, emitent mora planirati opseg emisije obveznica i dinamiku njihovog dospijea na naplatu. Svakako, pri tom se može računati samo na onaj dio proračuna koji preostane nakon što se podmiri sve tekuće obveze funkcioniranja lokalne samouprave, a koje se inače financiraju iz proračuna.

Okvirima kreditne sposobnosti jedinice lokalne samouprave pripadaju i mogućnosti kojima ona raspolaže, a u smislu osiguravanja adekvatnog jamstva kako bi sigurnost investitora, odnosno ulagača u municipalne obveznice, bila maksimalna. Pri tom se misli na jamstva banke koja će pratiti emisiju i biti njezin pokrovitelj, a koja jedinica lokalne samouprave

mora pokriti kvalitetnim sredstvima osiguranja plaćanja.

D. Zaštita od rizika

Svi vrijednosni papiri, pa tako i municipalne obveznice, nose sa sobom određene rizike. Dvije su osnovne skupine rizika koji su u pravilu uvijek prisutni i koji se pojavljuju s različitim stupnjem mogućnosti ugrožavanja posjedovanja pojedinog vrijednosnog papira. To su sustavni i nesustavni rizici.

Kod sustavnih rizika radi se o ukupnim tržišnim rizicima koji proizlaze iz okruženja (nacionalna gospodarska politika, reforme financijskog i poreznog sustava, poremećaji koji dolaze na međunarodnim tržištima kapitala i sl.). Na ovu se vrst rizika najčešće ne može utjecati.

U drugom slučaju, radi se o rizicima koji su specifični za svaku emisiju vrijednosnih papira. Na njih ne utječu toliko vanjski čimbenici i u tom smislu postoje veće mogućnosti zaštite od njih, a samim tim postoji i vrlo visok stupanj mogućnosti njihovog otklanjanja.

Već je istaknuto da je obveznica po svom karakteru vrijednosni papir koji je znatno manje izložen rizicima (pogotovo sustavnim) u odnosu na druge vrijednosne papire koji se pojavljuju na tržištu kapitala. Stupanj sigurnosti povećava činjenica da je mogućnost otkrivanja mogućih rizika i njihovo mjerenje znatno veća već u fazi pripreme emisije nego što je to slučaj kod drugih vrijednosnih papira. Stoga, pored toga što će svaki investitor pokušati smanjiti potencijalne rizike disperzijom ulaganja u više vrijednosnih papira, kada su u pitanju municipalne obveznice postoji mogućnost da se već kod njihove emisije, njezinom kvalitetnom pripremom, dobar dio tih rizika eliminira.

6. Postupak zaduživanja jedinica lokalne samouprave emisijom obveznica

Okvire za izdavanje municipalnih obveznica daju svi prethodno navedeni zakoni, a posebno Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, kao i posebni zakoni koji reguliraju realizaciju pojedine emisije.

U postupku izdavanja obveznica, općenito, postoji više sudionika, pa stoga postoji i više faza u njegovoj realizaciji. Ključnu ulogu ima izdavatelj. On se pojavljuje u početnoj fazi u kojoj mora stvoriti

odgovarajuće preduvjete usklađene sa zakonskim i materijalnim pretpostavkama za emisiju obveznica.

Drugi je važan sudionik ulagatelj ili investitor, odnosno kupac obveznice. On se pojavljuje u završnoj fazi postupka emisije obveznice.

U razdoblju kada emitent donese odluku o emisiji obveznica do njihovog plasmana postoje još i međufaze čiji su nositelji pojedini stručni izvršitelji koji svojim angažmanom osiguravaju kvalitetu emisiji. To su

- Agent izdanja koji vodi cijeli proces i povezuje ostale subjekte,
- Garant koji ima funkciju jamca svih obveza iz obveznice,
- Pokrovitelj uvrštenja osigurava izvršenje plasmana,
- Platni agent vodi platni promet emisije u ime i za račun emitenta,
- Voditelj registra vodi registar, odnosno knjigu vlasnika obveznica.

Svakako, ovdje treba navesti još i dva vrlo važna čimbenika koji neizravno sudjeluju u svakom projektu emitiranja obveznica, a to su:

- Ministarstvo financija i
- Komisija za vrijednosne papire.

Njihova uloga u postupku emisije obveznica nalazi se s jedne strane u osiguranju zakonskih pretpostavki, a u drugom, u kontroli usklađenosti svih aktivnosti na realizaciji projekta sa zakonskom regulativom.

Postupak emisije podrazumijeva stvaranje udewriting grupe ili sindikata i to od prethodno navedenih sudionika (banke, brokeri i dileri) koji preuzimaju emisiju, daju potrebne garancije, jamče prodaju i plasman emisije.

Prethodno se izdaje prospekt koji se daje na uvid Komisiji za vrijednosne papire, a koja na osnovi njega ocjenjuje je li plan realizacije projekta emisije usklađen sa zakonskim propisima. Ako jest, Komisija izdaje suglasnost i emisija se stavlja u prodaju.

7. Perspektive financiranja potreba lokalne samouprave emisijom municipalnih obveznica

Očito je da emisija municipalnih obveznica može predstavljati značajan eksterni izvor prihoda za financiranje potreba jedinica lokalne samouprave. Činjenica je, međutim, da se njihova primjena još

uvijek nije razvila kao praksa u Republici Hrvatskoj i pored toga što u svijetu u tom smislu postoje pozitivna iskustva. Ta spoznaja upućuje na dva osnovna pitanja; zašto je to tako i kakvu perspektivu ima kod nas taj oblik financiranja javnih potreba na lokalnoj razini.

Odgovori na oba ova pitanja djelomično su navedeni u prethodnom dijelu ovog teksta. Naime, ne može se osporiti činjenica da su u Hrvatskoj ispunjene osnovne pretpostavke koje su dovoljne da se mogu vršiti emisije ovih obveznica. Postoji naime odgovarajuća zakonska infrastruktura, tržište kapitala je relativno aktivno (postoji burza i OTC tržište), sigurno je da postoje potrebe u jedinicama lokalne samouprave, poglavito u onim gradskim, za dodatnim izvorima financiranja. Te su potrebe posebno naglašene u onim gradovima čija je urbana i gospodarska infrastruktura stradala u proteklim ratnim zbivanjima i koji zbog toga imaju povećane potrebe za investicijama s jedne i smanjeni priliv sredstava u proračun s druge strane. Kroz cijelo proteklo razdoblje banke su kao eksterni izvor financiranja bile praktično nedostupne zbog izrazito skupih kredita (visoke kamate, rigorozna jamstva, visoke zatezne kamate u slučaju kašnjenja s otplatama zajma i sl.).

Pored svega toga bilo je samo nekoliko pokušaja na ovakav način financirati neke projekte koji nisu predstavljali značajniji poticaj za daljnje razvijanje prakse financiranja javnih potreba emisijom municipalnih obveznica.

Očito je da postoji više razloga za ovakvo stanje. Sigurno je da je kod većeg broja jedinica lokalne samouprave problematična njihova kreditna sposobnost. No, vjerojatno je osnovni razlog njihovo nedovoljno poznavanje tog financijskog sredstva i mogućnosti koje proizlaze iz njegovog korištenja. U Hrvatskoj nema tradicije korištenja vrijednosnih papira kao financijskih instrumenata i stoga je još uvijek evidentno nepoznavanje prednosti njihovog korištenja kod upravljačkih struktura poglavito na razinama lokalne samouprave. Tome svakako treba pridodati i nespремnost banaka da preuzmu funkciju potpisnika emisije, odnosno njezinog pokrovitelja (underwritera) i preuzimanje rizika za emisiju. Ako bi poneka banka i pokazala interes za takav projekt, uvjeti koje pri tom zadaje izrazito su destimulativni.

U takvim okolnostima moglo bi se reći da je perspektiva financiranja javnih potreba na lokalnoj razini emisijom municipalnih obveznica kod nas posve problematična. Svakako da to ne stoji jer se navedeni nedostaci mogu otkloniti kroz intenzivniju

edukaciju onih kadrova koji su zaduženi za pripremu projekata financiranja potreba jedinice lokalne samouprave. Ni problem banaka u takvom obliku neće ostati trajan jer je očito da će i one uskoro morati vodi više računa o svojoj ulozi u takvim procesima. To je uostalom trend u svijetu koji ne smije biti zanemaren niti kod nas.

Ono što čini financiranje javnih potreba u lokalnoj razini emisijom municipalnih obveznica perspektivnim, potencijalni su investitori.

Na hrvatskom tržištu kapitala isprofilirale su se već dvije kategorije investitora koji su aktivni pa u tom smislu predstavljaju i potencijalne investitore za eventualne emisije municipalnih obveznica. To su individualni i institucionalni investitori.

U prvom slučaju to su pojedinci koji višak svojih sredstava umjesto u klasičnu štednju sve više usmjeravaju u ulaganje u vrijednosne papire. Kada su u pitanju dionice, koje su za sada praktično i jedini vrijednosni papiri koji se nalaze na tržištu kapitala, dosadašnja je praksa pokazala da interes kod individualnih investitora raste izrazitom dinamikom. Zbog manjeg rizika, municipalne bi obveznice ovoj kategoriji ulagača mogle postati još zanimljivije za ulaganje.

Druga su kategorija potencijalnih investitora institucionalni investitori koji su se u Hrvatskoj pojavili prvo u vidu privatizacijskih fondova (PIF-ova). Trenutno ih je u Hrvatskoj sedam s ukupnim kapitalom od oko 750.000.000 DEM. Početni oblik toga kapitala bio je isključivo u dionicama i to uglavnom loše kvalitete, no on se svakodnevno mijenjao u korist likvidnih sredstava. PIF-ovi već sada pripadaju najaktivnijim sudionicima tržišta kapitala. Za njih se već pojavio problem nedostatka kvalitetnih vrijednosnih papira na tržištu kapitala, a u koje bi mogli uložiti sredstva koja su stekli prodajom dionica iz svog portfelja iz kuponske privatizacije. Kako je jedno od osnovnih načela poslovanja investicijskih fondova, kao institucionalnih, investitora diverzifikacija rizika, interes za ulaganje dijela raspoloživih sredstava u "sigurnije" vrijednosne papire, kao što su obveznice bit će kod njih stalno prisutan.

Pored PIF-ova koji će se za određeno vrijeme transformirati u investicijske fondove, u Hrvatskoj su

u završnoj fazi i pripreme za osnivanje drugih institucionalnih investitora. To će biti prije svega mirovinski fondovi, vrlo jake financijske institucije sa znatnim kapitalom koji će biti plasirani na tržište kapitala. Osim toga, osnovat će se i drugi zatvoreni i otvoreni investicijski fondovi koji će sigurno biti aktivni sudionici na tržištu kapitala.

Sve to ukazuje na činjenicu da će se okolnosti u strukturi sredstava financiranja postupno promijeniti. Sadašnji problem nedostatka novca za investiranje mogao bi se pretvoriti u problem nedostatka kvalitetnih vrijednosnih papira u koje bi potencijalni investitori mogli ulagati.

Upravo u toj činjenici nalazi se prilika i perspektiva za jedinice lokalne samouprave koje bi emisijom svojih obveznica mogle prikupiti značajna investicijska sredstva za svoje potrebe.

8. ZAKLJUČAK

Složena ekonomska situacija koja je u Hrvatskoj prisutna već duže vrijeme pogodila je sve sektore društveno-gospodarskog sustava osobito one koji se financiraju iz proračunskih sredstava. U tim okolnostima problemi posebno dolaze do izražaja na razini lokalne samouprave i to u većem dijelu Republike Hrvatske. Naime, u većini slučajeva lokalna samouprava nije u stanju iz redovnih proračunskih sredstava financirati razvitak i izgradnju, odnosno u određenom broju slučajeva obnovu, urbane infrastrukture i ostale kapitalne objekte. Stoga je upućena na dodatne, eksterne, izvore sredstava s kojim bi mogla zadovoljiti svoje potrebe. Kako to najčešće znači poskupljenje realizacije pojedinih projekata nameće se potreba traženja i drugih rješenja.

U svijetu je razvijena praksa korištenja različitih sredstava financiranja na ovakvoj razini, a koji su se u određenim okolnostima pokazali racionalnijim i učinkovitijim. U ovom slučaju misli se na municipalne obveznice. Postojeća situacija u Hrvatskoj upućuje na potrebu razmatranja mogućnosti korištenja tog sredstva i u našim uvjetima. S obzirom na relativno povoljna iskustva financiranja investicija na razini lokalne samouprave u drugim zemljama, za pretpostaviti je da bi se slični učinci mogli ostvariti i u većini slučajeva kod nas. Stoga je ovom pitanju potrebno posvetiti više pozornosti kroz adekvatna istraživanja i stvaranje uvjeta za eventualnu realizaciju takve prakse.

LITERATURA:

1. Bodie, Z. Kane, A. Marcus, A.J.: Investments, Mc Graw - Hill International Editions, Boston, 1999.
2. Fabozzi, F.J.: Investment management, Prentice Hall Upper Saddle River, New Jersey, 1999.
3. Glazer, M.: Municipal Securities - Experience in the United States and Abroad, Savjetovanje: Foley, B. J.: Tržišta kapitala, Mate, Zagreb, 1991.
4. Kopanyi, M.: Developing a competitive sub-national finance market policy issues and challenges, Savjetovanje: Novi oblici financiranja jedinica lokalne samouprave i uprave, Varaždin, 1998.
5. Orsag, S.: Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Rifin, Zagreb, 1997.
6. Prohaska Z.: Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb 1996.
7. Zakon o financiranju jedinica lokalne samouprave (NN 117/93)
8. Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (NN 107/95 i 142/98)

Stipan Penavin, Ph. D.

MUNICIPAL BONDS AS A POSSIBLE FORM OF LONG-TERM FINANCING OF LOCAL SELF-GOVERNMENT NEEDS

Summary

The topic elaborated in the paper deals with two problems: financig of investments on the local self-government level and affirmation of municipal bond as a financial instrument which has not been sufficiently present in Croatian economic practice. The first case is the issue which appears in the moment when investment needs on the local self-government level exceed the possibilities of their financing budget. Under the conditions, the local self-government is forced to look for the financial resources from external sources. It has mainly been reduced to a very narrow financing choice in this country, in fact exclusively to bank loans allocated under fairly unfavourable conditions, in the previous period of time. The paper suggests the introduction of new investment practice on the local self-government level through the issue of municipal bonds. This the basic principles of the municipal bond functionig as government securities and financial element have been elaborated in the paper. Besides, the parallel analysis with other external sources has been worked out in detail to establish the basic advantages of the municipal bond to finance the investments on the local self-government level. The analysis of possibility and prospect of municipal bond introduction into Croatian economic practice has also been worked out.